

新华传媒(600825.SH) 综合传媒行业

评级：买入 维持评级

公司点评

毛峥嵘

分析师 SAC 执业编号：S1130511030004

(8621)61038317

maozhr@gjzq.com.cn

成城文化“落地”在即，价值有所低估

事件

新华传媒近日股价出现连续上涨，从3月21日的近期低点(收盘价7.57元)开始计算，截至3月28日收盘价(8.71元)，已累计上涨15.06%，而同期文化传媒板块仅上涨2.81%(Wind数据)，超额收益明显。近日有多位客户电询此事，对此，我们在综合各方面信息后，形成以下几方面的结论：

评论

成城文化项目有望在上半年获得土地证，资产价值“不可同日而语”：公司在2010年10月以13.2亿元获得位于大虹桥地区一处目前规划建筑面积为28.19万平米的物业70%股权，即成城文化项目，该处物业原为烂尾楼，由于历史原因，土地证一直未能落实，也因此使得此资产价值无法得到充分体现。而根据我们的了解，新华传媒以其国有控股传媒企业的行事风格，不会在没有丝毫把握落定土地证的情况下介入如此大规模的烂尾楼项目，近期，该项目已经启动重新开工前的准备工作，落实项目土地证应只是个时间问题，而我们的判断上半年解决此问题应是大概率事件。上海目前正着力打造以虹桥交通枢纽区域为中心的虹桥商务区，凭借航空、高铁、高速公路一体化的便捷交通，规划将其建设成为面向长三角的会展中心、国际高端商业中心、国际商务中心和上海国际贸易中心，大虹桥地区在上海未来的规划中将成为承载西部增长极的新支点。在此背景下，土地使用权证落实后的成城文化项目的资产价值将“不可同日而语”。参照大虹桥地区平均3万元/平米的商业地产价格，项目将近百亿市值，即使考虑后续投入可能会通过引入战略投资者的方式(牺牲部分股权)进行，这也为公司带来近60亿的资产价值增加。

2011年重塑传媒主业架构，延伸上下游产业链：今年公司对内部业务的调整力度会比较大，将一改此前报刊和对应广告公司的运作模式，将能够横向整合的媒体资源与上下游产业链进行整合，将形成渠道、房地产、教育、生活、文化金融等多个业务板块，同时也为成城文化项目建成后的文化Mall业态奠定产业基础—以传媒定义百货、定义目标客户群、定义行业的商业模式。尽管短期内主业架构的大幅调整无法产生即时的经济效益，但我们认为，这种略有超前的产业布局将有助于公司摆脱目前一线城市平面媒体的发展困境，进入一个更为广阔的市场空间。

2011年上海平面媒体广告市场总体平稳，公司现有业务有望稳中有升：就各个主要行业广告投放的预算考量来看，2011年上海平媒广告市场可能与2010年基本持平。卖场广告会继续保持较高的广告预算；2010年国金中心开业，带动了奢侈品广告投放的大幅增加，总体还是保持在较高的水平；旅游行业的广告预算依然会保持较快增长；广告投放冲击最大的行业来自于汽车，购置税调整、外地车牌限行、北方市场的购车限制都会在一定程度上影响乘用车厂商的广告投放，但这部分的损失可能会由通信广告予以弥补，2010年经历了人事地震的中移动将重新回到正常轨道，会增加广告预算。因此，总体来看，相较2010年，上海平媒广告总体能够保持稳定，而公司作为上海平媒市场的垄断寡头也将获得稳定的业绩表现。

投资建议

暂不考虑成城文化项目投入运营后可能产生的影响。我们预测公司2010~2012年每股收益分别为0.246元、0.285元和0.33元，当前股价的动态市盈率分别为35.4倍、30.6倍和25.7倍，处在平面媒体类公司平均水平。然而，我们在对公司进行估值时必须考量成城文化项目土地证落定后对于公司价值产生的积极影响：我们对于现有平面媒体主业业绩按照25~30倍PE计算(以2011年业绩为基础)，价值预计在74~89亿元，加上成城文化的资产权益价值60亿元，公司潜在价值预计在134~149亿元。考虑此种估值方法必要的安全边际，我们据以上估算价值的80%计，也在107~120亿元，即每股内在价值为10.20~11.50元。据此，我们维持对公司的“买入”评级。

我们想提请投资者关注的是，近期包括商业地产在内之地产板块的整体走强成为了推高市场对公司内在价值关注度的重要催化剂，而公司长期价值的最终落定还需主业架构调整初见成效以及具有创新商业模式的成城文化项目投入运营并开始显现其差异化的盈利能力。

图表1：新华传媒三表预测

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	1,678	2,905	2,278	2,253	2,509	2,843							
增长率		73.1%	-21.6%	-1.1%	11.4%	13.3%							
主营业务成本	-1,275	-2,020	-1,443	-1,425	-1,583	-1,787							
%销售收入	76.0%	69.5%	63.4%	63.3%	63.1%	62.8%							
毛利	403	885	834	828	926	1,057							
%销售收入	24.0%	30.5%	36.6%	36.7%	36.9%	37.2%							
营业税金及附加	-5	-66	-65	-63	-70	-80							
%销售收入	0.3%	2.3%	2.9%	2.8%	2.8%	2.8%							
营业费用	-267	-366	-394	-378	-389	-427							
%销售收入	15.9%	12.6%	17.3%	16.8%	15.5%	15.0%							
管理费用	-91	-164	-130	-113	-125	-142							
%销售收入	5.4%	5.6%	5.7%	5.0%	5.0%	5.0%							
息税前利润 (EBIT)	40	289	245	273	342	408							
%销售收入	2.4%	10.0%	10.8%	12.1%	13.6%	14.4%							
财务费用	5	-29	19	-5	-3	0							
%销售收入	-0.3%	1.0%	-0.8%	0.2%	0.1%	0.0%							
资产减值损失	-6	-31	-14	-9	-8	-9							
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0							
投资收益	23	18	19	40	20	20							
%税前利润	32.7%	6.0%	6.4%	11.9%	5.1%	4.3%							
营业利润	62	247	270	300.1	351.2	419.0							
营业利润率	3.7%	8.5%	11.8%	13.3%	14.0%	14.7%							
营业外收支	9	53	27	36	39	42							
税前利润	71	299	297	336	390	461							
利润率	4.2%	10.3%	13.0%	14.9%	15.5%	16.2%							
所得税	-1	-52	-57	-64	-74	-88							
所得税率	1.9%	17.4%	19.1%	19.0%	19.0%	19.0%							
净利润	69	247	240	272	316	373							
少数股东损益	0	5	7	15	18	20							
归属于母公司的净	69	242	233	257	298	353							
净利率	4.1%	8.3%	10.2%	11.4%	11.9%	12.4%							
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金净流	31	122	456	439	320	380							
资本开支	-120	-45	-42	-600	-32	-28							
投资	5	-78	-188	-11	-10	-10							
其他	6	-390	406	40	20	20							
投资活动现金净流	-109	-513	176	-571	-22	-18							
股权募资	0	0	0	0	0	0							
债权募资	-200	460	-372	-170	0	1							
其他	-15	-99	-90	-9	-118	-117							
筹资活动现金净流	-215	361	-462	-179	-118	-116							
现金净流量	-293	-30	170	-311	180	245							
每股指标							回报率						
每股收益							净资产收益率	7.69%	12.59%	11.14%	11.49%	12.30%	13.29%
每股净资产							总资产收益率	4.32%	6.62%	6.87%	7.17%	7.63%	8.19%
每股经营现金净流							投入资本收益率	4.30%	8.88%	8.19%	9.18%	10.58%	11.49%
每股股利													
增长							资产管理能力						
主营业务收入增长率							应收账款周转天数	60.6	55.9	86.4	75.0	75.0	75.0
EBIT增长率							存货周转天数	75.4	71.3	137.2	110.0	110.0	110.0
净利润增长率							应付账款周转天数	158.6	89.9	122.4	120.0	120.0	120.0
总资产增长率							固定资产周转天数	86.5	65.1	86.2	88.9	80.9	71.8
偿债能力							偿债能力						
净负债/股东权益							净负债/股东权益	-28.82%	8.26%	-16.88%	-9.93%	-16.04%	-23.08%
EBIT利息保障倍数							EBIT利息保障倍数	-8.4	9.9	-13.0	60.1	127.5	1,866.1
资产负债率							资产负债率	43.87%	41.67%	33.55%	32.66%	32.95%	33.34%

来源：国金证券研究所

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2010-04-28	买入	12.18	N/A
2	2010-05-21	买入	8.49	14.50 ~ 15.75
3	2010-08-02	买入	9.04	12.00 ~ 13.10
4	2010-08-04	买入	9.28	12.00 ~ 13.00
5	2010-08-16	买入	8.89	12.00 ~ 13.00
6	2010-08-27	买入	8.75	N/A
7	2010-10-26	买入	9.96	14.00 ~ 15.00
8	2010-10-28	买入	9.87	14.00 ~ 15.00

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

- 强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；
- 买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；
- 持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；
- 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；
- 卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61356534
传真: (8621)-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn
邮编: 201204
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: (8610)-66215599-8792
传真: (8610)-61038200
邮箱: researchbj@gjzq.com.cn
邮编: 100032
地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话: (86755)-33089915
传真: (86755)-61038200
邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 518000
地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 921 室